

## 「個別報告」全在庫担保・全資産担保とFirst Priming Lien：担保と倒産の日米比較

著者	堀内 秀晃
雑誌名	武蔵野法学
号	15
ページ	274-264
発行年	2021-09-30
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1419/00001581/">http://id.nii.ac.jp/1419/00001581/</a>

## (2) 全在庫担保・全資産担保と First Priming Lien ～担保と倒産の日米比較～

堀 内 秀 晃

ただ今ご紹介に預かりましたゴードン・ブラザーズ・ジャパンの堀内でございます。本日はこのような機会をいただきまして、大変光栄に存じます。私は三井住友銀行のニューヨークで倒産案件や再生ファイナンスに携わり、帰国後 GE キャピタルや現在のゴードン・ブラザーズ・ジャパンで ABL や再生ファイナンスを行なっておりますので、日米の担保法制、倒産法制の違いを俯瞰しながらお話しさせていただきます。恐らく、担保権者の観点からの発言を期待されているかと思いますが、担保権者にのみ都合の良い話は債務者にとって都合の悪い話になりがちで、債務者の再生に繋がらないこともありますので、そういう意味ではなるべく公平な観点で考えてみたいと思います。尚、これから述べます意見はあくまで私見でございまして、所属する機関のものではないことを予めお断りしておきます。

本日は、時間の制約もありますので、最初に「譲渡登記と占有改定の関係」、次に「全在庫担保」、最後に「全資産担保と First Priming Lien」という三点についてお話をさせていただきます。

まず、譲渡登記と占有改定について日米の担保制度の違いをベースにお話します。アメリカでは米国統一商事法典、Uniform Commercial Code、UCC と呼ばれておりますが、これは各州で採択されているモデル法です。アメリカでは UCC に基づいて動産や債権の担保設定がなされます。数枚の UCC-1 Financing Statement で登記・登録することにより第三者対抗要件を具備できることになります。日本でも動産譲渡登記というシステムが導入されており、アメリカ同様に登記によって第三者対抗要件を具備することが可能です。

しかし、アメリカでは、動産の担保は原則 UCC を用いるので、UCC を調査すれば担保権が設定されているかがわかるのですが、日本では登記以外に、民法上の対抗要件具備の方法として占有改定という方法があります。これは、登記制度ができる前から主に用いられていた方法で、担保対象物を債務者の手元に残しながら、担保権を設定するという譲渡担保という点では登記と同じですが、二者間の契約で成立し、登記と異なり外からは分かりづらいという点に特徴があります。これは債務者にとっては自らの資産を担保に提供していることが第三者に知られないという密行性という観点でメリットがあるのですが、登記を備えて融資を行う担保権者にとっては隠れた担保権として脅威になります。

現行の法制度では、占有改定と譲渡登記の優先・劣後関係は対抗要件具備の先後で決められます。つまり、譲渡登記よりも早くに占有改定が行われており、その事実を、譲渡登記を行なった担保権者が知らないと、債務者が破綻した場合に、自分が第一順位と思っていたら、実は先行する占有改定があり、第二順位になるということが起こり得るわけです。担保目的財産の価値が第二順位担保権の被担保債権までカバーしていれば問題はございませんが、カバーしていないとなると、第二順位担保権者のポジションは第一順位担保権の被担保債権相当額だけ、下方遷移し、回収不能が発生することになります。

私は担保法が改正されるのであれば、譲渡登記は占有改定に優先するように改正すべきだと思っています。占有改定は担保権者と設定者の二者間の信頼関係に基づく担保権で、後に別の債権者に登記を許した時点でその信頼関係は崩壊しているので、そういった担保権を、対抗要件具備が早く行われたからと言って、登記を備える担保権者に対して優先的に保護する必要はないと考えるからです。

一方で、商取引上の制度はその国の文化や慣習を反映していることに違和感はなく、そういった観点から、これまで日本の商慣習に馴染んできた占有改定をなくす必要性までは感じません。しかしながら、公示性の高い担保権

が公示性の低い担保権には優先すべきだと考えます。また、グローバル・スタンダードで物を考える場合、こういった隠れた担保権を優先する考え方は受け入れづらいと思います。

次に現行制度では認められていない「全在庫」担保についてお話しします。アメリカのUCCでは、Financing Statement 上は担保目的物の記載として「全資産」という大きな範囲の記載が許されています。これは警告型の登記と呼ばれる性格に基づくものです。つまり、第三者が登記内容を見て、「この企業の資産は担保に提供されている」ということを把握できることを登記の目的にしているということです。担保目的財産は担保権者と借入人である担保権設定者が締結する担保契約に記載されます。ここで大事なのは、担保契約において、担保目的財産は識別、これは英語では identify と言われますが、識別できないといけませんので、「全資産」という記載は許されません。一方で、特定、これは英語では specify と言いますが、特定する必要はありません。従って、在庫の中のどれが担保目的物かまでは特定する必要がないということで、担保契約上、「全在庫」、「全機械設備」といった表記が可能です。つまり、アメリカでは「全在庫」という担保目的財産の表記が認められているのです。

一方、現在の日本の動産譲渡登記制度では「全在庫」という表記は認められておりません。日本の登記制度では在庫は例えば「宝飾品」といった一定の特性と住所による保管場所を記載する必要があります。つまり、記載された保管場所に記載された種類の在庫が搬入された瞬間に担保権が及び、その場所から搬出された時点で担保権が外れるということになります。そうすると、記載された保管場所から在庫を移動されると担保権が及ばなくなることになり、担保権者の立場からすると非常に不安定な担保権と言わざるを得ません。もし、債務者が民事再生、会社更生または破産になった際に、在庫が登記に記載された場所から移動されていたら担保権が及ばないというのは担保権者に大きな不安を与え、融資に慎重にならざるを得ないでしょう。この保管場所や特性を記載するアプローチは、本来常時変動している在庫を止め

て把握する、つまり在庫を特定しようとする考え方が底流にあると思われます。特定を要しないアメリカとは対照的なアプローチです。

一方で、本当に特定が必要になるのは、担保権を実行する時ですが、動産譲渡登記を備えた担保権を実行するということは、債務者を破産または清算に追い込むことになりますので、実務上はほとんど行われません。仮に実行しようとして、実行通知を送付したら恐らく債務者は民事再生、会社更生または破産といった法的整理の申立を行うでしょう。

私は動産の担保法を改正するのであれば、現在のこのような制度に加えて、「全在庫」という登記を新たな追加的選択肢として認めて欲しいと主張しております。

現行の制度は確かに在庫を特定するという観点では優れていますが、移動、変動する在庫の本質を捉えておらず、近似的に捉える手法ですので、これに加えて特定しない手法が補完的にあっても良いのではないかと思う次第です。

それでは、「全在庫」という登記が認められると、債務者としてはどうでしょうか。我々のところに在庫担保で融資の依頼に来られる企業の多くは「全在庫を担保に幾ら融資してもらえますか？」と聞かれます。つまり、特定の在庫のみを担保に提供するというよりは、全在庫を担保に出すので融資をして欲しいというお客様が圧倒的に多いです。そういったお客様にとっては、「全在庫」という登記によって何か損をするということはありません。

もし、仮に債務者が特定の倉庫に保管されている在庫のみを担保にしたい場合や、様々な種類の在庫の中で例えば宝飾品のみを担保にして融資を受けたいと思い、担保権者がこれに同意する場合は、現行制度を利用すればいいので、何も失うものはありません。従って、「全在庫」という登記制度を追加的選択肢として認めることで、債務者に大きなデメリットはないと考えます。

それでは最後に、「全資産担保と First Priming Lien」についてお話しします。まず、「全資産」担保について考えてみたいと思います。ほぼ全資産を担保にする融資は日本でもアメリカでも行われています。代表的なファイナンス

として思い浮かぶのは、特定のプロジェクトが生み出すキャッシュフローを弁済原資とするプロジェクトファイナンス、被買収先の資産を担保にする LBO ファイナンスが挙げられます。こういったファイナンスにおいて、アメリカでは動産、売掛債権、無形資産等の担保として UCC が使用されています。不動産は州によって Mortgage を用いる州と Deed of Trust を用いる州がありますが、何れにせよ UCC とは異なる方法で対抗要件具備を行います。

日本では、売掛債権は債権譲渡登記、在庫や機械設備は動産譲渡登記、知的財産は登録を行うことで対抗要件を具備することになります。これら全てを安価で一括で登記できるとなると便利な点もあるかと思いますが、様々な懸念点が指摘されているのも事実です。

例えば全資産を担保に提供してしまうと、その後に資金調達のニーズが発生した場合に、担保に提供する資産がなく、資金調達が困難になり、債務者が清算、破産に至る可能性が高くなるのではないかという指摘があります。

資金調達は融資や社債の発行といった金融によるもの以外に、債務者に商品を販売する納入業者が掛け売りをするすることで、債務者に与信を供与するということもあります。しかし、纏まった金額の資金調達となりますと、矢張り金融に頼らざるを得ません。債務者の業況が悪化した状態では無担保で融資してくれる金融機関を見つけるのは難しくなります。既に全資産を既存の融資の担保に提供してしまっていると、もう、新たに担保に提供できる資産は残っていません。そうすると、資金調達が出来ずに、法的整理に移行せざるを得ないでしょう。

ここからが、日本とアメリカでは大きな違いがあります。アメリカには連邦倒産法の Chapter 11 という企業再生について定めた章があり、再生を目指す多くの企業がこれを利用しています。日系企業では無印良品の米国法人、日本人でもよくご存知の米国企業としては、紳士服等で有名なバーニーズや玩具のトイズラズ等が Chapter 11 を申請しました。

アメリカでは DIP ファイナンスという法的整理の下で行われる新規融資

には連邦倒産法第 364 条による保護が与えられます。364 条は (a) 項から (d) 項まであるのですが、(a) 項で通常の営業に関するものについては、共益債権として無担保の与信を受けることができるとしています。これは主に商取引債権です。(b) 項では、裁判所の通知と審尋を経れば、通常の営業以外でも共益債権として無担保の与信を受けることができるとしています。そして、(c) 項では、無担保の与信を受けられない場合、通知と審尋を経て、他の共益債権に優先する形、これを Super Priority Claim と呼びますが、実質最上位の債権として、また、担保に入っていない資産に担保権を設定するか、既に担保に提供されている資産についてはその担保権に劣後する担保権を設定することで与信を受けることができるとしています。

最後に必要不可欠である場合は、既存の担保権と同順位かこれに優先する担保権、これを First Priming Lien と呼びますが、こういった担保権を設定して与信を受けることができると定められています。実務上は、Super Priority Claim と First Priming Lien の両方を備えた DIP ファイナンスが行われることが大半です。倒産企業に新規融資を行う貸付人としては、債権の順位も担保権の順位も最上位が望ましい、もしくは、そういった条件でなければ新規融資は行えないということが実情だと思われます。

一方、債務者の側からすると、既に全資産を担保に提供していても、その上に担保権を設定してお金を借りられるというのは非常に魅力的です。DIP ファイナンスは債務者に自力再生の時間を与え、焦って低い価格でスポンサーに売却するという事態を回避できますので、既存債権者にもメリットがあるのです。DIP ファイナンスがないと、資金繰りが窮屈になり、コストのかかるリストラクチャリングが出来ません。場合によっては、間もなく、破産に移行せざるを得ないかもしれません。そうなりますと、再生した場合と比較して、倒産前に行った既存融資の無担保部分の回収額は大幅に減少してしまいます。債務者が死んでしまわないためには、DIP ファイナンスにより酸素や血液を送り続ける必要があるのです。

日本でも DIP ファイナンスは行われております。実際、銀行でも行って

いますし、ゴードン・ブラザーズ・ジャパンでも取組実績がございますが、DIP ファイナンスを巡る環境については、アメリカと日本では大きく異なります。日本の民事再生や会社更生における DIP ファイナンスは倒産後に発生する債権ですので共益債権として、高い返済順位ではありますが、Super Priority Claim ではないため、牽連破産に移行すると財団債権となり、財団の換価額次第では全額回収できない可能性も大いにあります。

また、First Priming Lien という制度がないため、全資産または主たる資産が既に担保に入っていると、DIP ファイナンスと雖も、無担保融資にならざるを得ないということになります。つまり、日本の DIP ファイナンスは既に主たる資産が担保に提供されている場合には、実質無担保で共益債権ベースの与信となり、アメリカのような第一順位担保権で他の共益債権に優先する共益債権ベースと比べて保全面で大きく見劣りしてしまいます。担保割れや無担保の DIP ファイナンスは債務者の再生が困難となった場合には貸付人の立場では非常に不安を感じます。実務では、民事再生の場合は申立代理人、会社更生では更生管財人が債務者を破産させずに成功裏に再生・更生させるという手腕に依存せざるを得ないのです。

では、DIP ファイナンスがない場合、民事再生ではどうやって債務者が難局をしのいでいるかというと、先に述べました金融による資金調達が出来ないので、商取引債権者に頼むということになります。つまり、商取引債権者に引き続き債務者に掛け売りをして欲しいと依頼することになります。商取引債権者の立場からすると、倒産前の債権が貸し倒れる可能性が高いのに、追加で掛け売りによって与信を供与するのは厳しいかもしれません。そういった場合、仕方ないので、倒産前に発生した債権、本来は再生債権や更生債権として再生計画、更生計画に基づいて支払われる、端的に申し上げると殆ど支払われないと思われる債権を、倒産後も倒産前の条件と同条件で掛け売りをするのと引き換えに特別に支払ってあげることが行われます。これは、実務上やむを得ないこととはいえ、他の無担保債権者、特に金融債権者には支払われないのに、特別に支払われるという観点で、明らかに



法的整理における債権者平等を損なうものと言えるでしょう。

私は、日本でも法的整理の下でのみ有効な Super Priority Claim と何よりも売掛債権と在庫に関する First Priming Lien を導入すべきだと主張しています。特に First Priming Lien は倒産前の担保権設定状況に拘らず、新たに担保を設定できますので、DIP ファイナンスの可能性を高めます。First Priming Lien は一義的には DIP ファイナンスの貸付人を保護することが目的ですが、DIP ファイナンスの保全が高まれば、今まで DIP ファイナンスに消極的であった金融機関も DIP ファイナンスのマーケットに参入し、適切な競争環境が生まれることが期待されます。

一方、債務者の立場に立つと、全資産を既に担保に提供していても、DIP ファイナンスを受けることができるとなれば、法的整理の下での再生の可能性が高くなるので喜ばれると思います。再生をお仕事にされている弁護士やアドバイザーにとっても、DIP ファイナンスの導入により、資金面並びに時間的に余裕が生まれ、再生に向けて、主にリストラクチャリング等の様々な打ち手を講じることができます。

今まで、First Priming Lien のメリットをお話ししましたが、それでは、First Priming Lien が自らの担保権の上に設定される既存債権者、担保権者の立場からはどうでしょうか。自らの担保権の上に後から新たな担保権が乗ってくると、自らの地位が下方遷移することになり、損をしたような気持ちになると思います。こういった懸念に対する策としてアメリカでは「適切な保護」が既存担保権者に与えられることが、First Priming Lien が許可される条件になっています。例えば、担保余剰のある債権者が、First Priming Lien によって担保割れになるとすれば、当該担保権者にとっては受け入れ難いでしょう。基本的に、担保余剰のある担保権者、英語で over-secured creditor というのですが、こういった担保権者の担保権の上に First Priming Lien が設定されることはありません。こういった場合は、自分で DIP ファイナンスを実行してリファイナンスするか、第三者による DIP ファイナンスによってリファイナンスされ、弁済になる筈です。

一般に自らの担保権の上に First Priming Lien が設定される担保権者は under-secured と言って、担保割れになっている債権者です。担保割れになっている担保権者の回収額は債務者が破産すると大きく減少することが過去の実例ではっきりしています。従って、DIP ファイナンスがなく、破産に移行することによって、回収額が大幅に減少するよりは、First Priming Lien を認めることで担保権者としてのポジションが一時的に悪化しても、破産を免れ、再生することによる回収額の方が多いうことになるれば、保護されているのと同等の効果と言えるでしょう。また、First Priming Lien を認めるのが嫌であれば、自らが DIP ファイナンスを実行すれば良いということにもなります。

既存担保権者として、最も大事なポイントは First Priming Lien が認められる前に通知と審尋があり、通常、既存担保権者の反対を押し切って First Priming Lien が認められることは余りないということです。従って、既存担保権者の権利も十分保護されることになります。

このように、既存担保権者の利益にも適切に気を配りながら運用することで、First Priming Lien は、法的整理における様々なステークホルダーにとって利益になる DIP ファイナンスを拡大することに繋がると考えられます。私からの報告は以上でございます。ご静聴有難うございました。

**栗田口** 堀内様、どうもありがとうございました。それでは次に志甫弁護士からご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

## 動産担保制度日米比較 (1)

### 日本

#### 占有改定と登記

占有改定は公示性が低いので登記を行う担保権者からするとその存在は不安を惹起する

実務上、譲渡登記で融資後に占有改定が発覚して問題化した例は少ないのでは？

### アメリカ

#### 原則\*UCC

UCCサーチで先順位担保権の存在を確認可能

\*Purchase Money Security Interest  
といった例外もあるが企業金融では障害にならない

占有改定は日本の商慣行に馴染んでおり、密行的な資金調達というメリットもあるので廃止する必要はないが、登記を占有改定に優先するべき  
登記を備えた担保権者の不安解消  
グローバル・スタンダードの観点からも登記（公示性が高い）を占有改定（公示性が低い）に優先べき

## 動産担保制度日米比較 (2)

### 日本

#### 担保の特定性重視

登記上  
保管場所を特定（住所を記載）

担保の種類、特性を記載  
「宝飾品在庫、仕掛品、原材料」

### アメリカ

#### 通知・告知性重視

UCC Financing Statement 上  
全資産担保という記載可  
特定（specify）識別（identify）できなくてもよい  
担保契約上  
全資産という記載は不可（識別できない）全在庫担保という記載は可（識別可能、特定不能）  
識別（identify）できなければなら  
ないが特定（specify）は不要

現在の制度に加えて追加的選択肢として「全在庫」という登記を認めるべき  
「全在庫」という登記を認めることで、保管場所や種類、特性に拘らず担保権が及び担保権としての安定性が増す

## 動産担保と倒産法日米比較

